

中国人保(601319.SH)

赔付拖累承保利润，综改下强者恒强

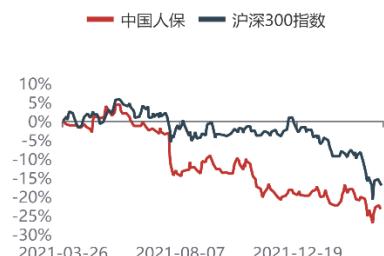
中性（维持）

现价：4.46 元

主要数据

行业	保险
公司网址	www.picc.com
大股东/持股	中华人民共和国财政部/60.84%
实际控制人	中华人民共和国财政部
总股本(百万股)	44,224
流通 A 股(百万股)	32,508
流通 B/H 股(百万股)	8,726
总市值 (亿元)	1,760
流通 A 股市值(亿元)	1,450
每股净资产(元)	4.96
资产负债率(%)	78.4

行情走势图



相关研究报告

- 《中国人保*601319*非车业务影响承保利润，关注车险底部修复》2021-10-28
- 《中国人保*601319*车险低谷渐远，关注下半年农险赔付》2021-08-21

证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

陈相合	一般证券从业资格编号 S1060121020034 CHENXIANGHE935@pingan.com.cn
-----	--

事项：

中国人保发布 2021 年年报，全年实现总保费收入 5854 亿元(YoY+4%)，归母净利润 216 亿元(YoY+8%)，EPS 为 0.49 元/股(YoY+8%)。公司拟每 10 股派发现金红利 1.47 元（含税），加上已派发的半年度股息每 10 股现金股利 0.17 元，2021 年全年股息为每 10 股现金股利 1.64 元（含税），年度分红比例 33.5%。

平安观点：

- 产险：车险综改与非车险灾害赔付致使赔付率大幅上升，承保利润承压。**2021 年产险保费 4484 亿元(YoY+4%)，市场份额 32.8%(YoY+1pct)；净利润 226 亿元(YoY+8%)、承保利润 18 亿元(YoY-56%)。其中，产险费用率 25.9%(YoY-6.8pct)、赔付率 73.6%(YoY+7.4pct)，费用率降幅小于赔付率增幅，综合成本率 99.5%(YoY+0.6pct)。

1) 车险业务结构及质量持续改善，赔付率大幅攀升使综合成本率提升。

2021 年车险保费 2553 亿元(YoY-4%)，在产险保费占比 57%(YoY-5pct)。在业务结构上，公司大力发展家庭自用汽车保险业务，市场份额同比提升 1.4pct，保费占比同比上升 1.0pct，行业领先优势明显。同时，公司关注续保和转保业务，汽车商业险和交强险续保率分别同比+2.0pct、2.1 pct，承保汽车数量分别同比+11.3%、+9.9%。车险综改下，费用率同比-11.3pct 至 27.2%；然而车均下降、赔付责任增加，叠加河南暴雨影响，赔付率同比+12.1pct 至 70.1%，车险综合成本率总体微升 0.8pct 至 97.3%。

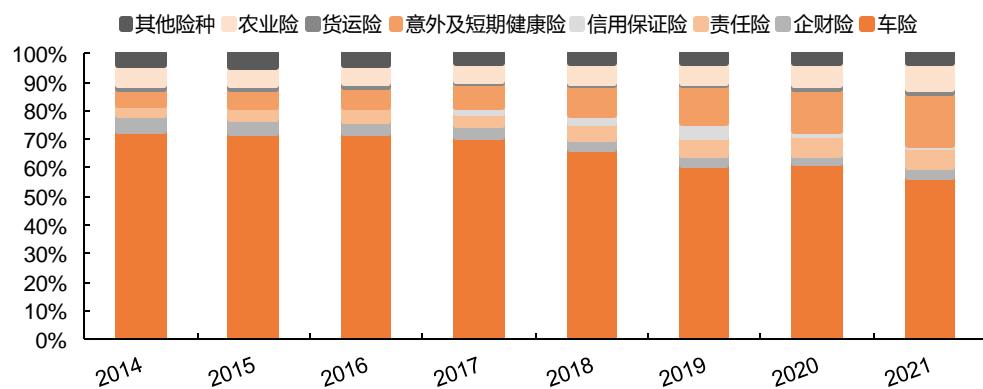
2) 战略性发展非车险业务，业务结构更加均衡。2021 年非车险保费 1931 亿元(YoY+16%)，在产险保费占比占比 43%(YoY+5pct)，承保利润-49 亿元，亏损有所扩大。具体来看：①受暴雨、台风、冰冻、干旱等自然灾害以及疫病影响，企财险赔付率 90.7%(YoY+23.0pct)、农险赔付率 80.5%(YoY+5.6pct)。②积极调整业务结构，持续加强风险管控、出清融资性信用保证险业务存量风险，融资性信用保证险业务风险得到有效化解，整体信用保证险综合成本率 66.7% (YoY-78.1pct)，承保利润 18 亿元，扭亏为盈。其中，融资性业务规模大幅减少、扭亏为盈，非融资性业务规模同比+31%且保持较好的承保盈利水平。

- 人身险：队伍缩减、新单承压，健康险业绩创新高。**2021 年人身险保费、月均有效人力均同比下滑，新单 724 亿元(YoY-1%)，其中长期期交新单 229 亿元(YoY-15%)，总 NBV 约 40 亿元(YoY-35%)。但人保健康经营业绩创新高，净利润 2.6 亿元(YoY+622%)。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	583,696	597,691	651,248	691,245	732,233
(+/-)(%)	5	2	9	6	6
净利润(百万元)	20,069	21,638	32,322	41,003	52,912
(+/-)(%)	-10	8	49	27	29
EVPS(元)	4.55	5.19	5.81	6.48	7.29
P/EV	0.98	0.86	0.77	0.69	0.61

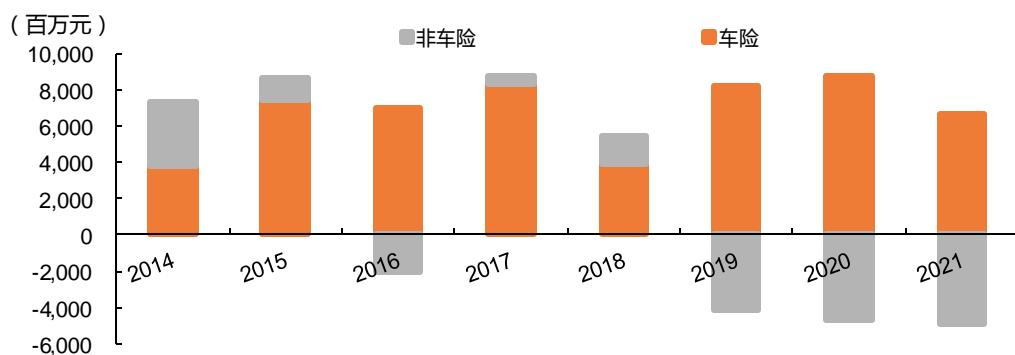
- **动态调整资产配置、严控风险，投资端稳中向好。**2021年总投资收益率5.8%、基本同比持平。净投资收益率4.8(YoY-0.2pct)，测算综合投资收益率5.6%(YoY-0.7pct)，主要系把握结构性机会和阶段性机会，积极优化持仓结构。
- **投资建议：**非车业务方面，保证险风险基本出清；而随着车险综改基数影响的减弱，21Q4以来车险增速已扭正并快速回升，龙头险企具备定价、定损、渠道和服务优势，费用和赔付压降能力优于行业、承保利润总额有望改善。寿险聚焦“大个险”、坚持价值转型，但行业性困局仍存。基于此，我们调整产险赔付率、新单、NBVM以及准备金假设，2022年预测EVPS从5.78元调升至5.81元，公司目前股价对应2022年PEV约0.77倍，维持“中性”评级。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动， β 属性导致板块行情波动加剧。2) 车均保费超预期下滑、赔付率超预期提升，车险承保利润承压。3) 自然灾害频发，农险、企财险赔付超预期。

图表1 中国人保财险业务分险种保费收入占比



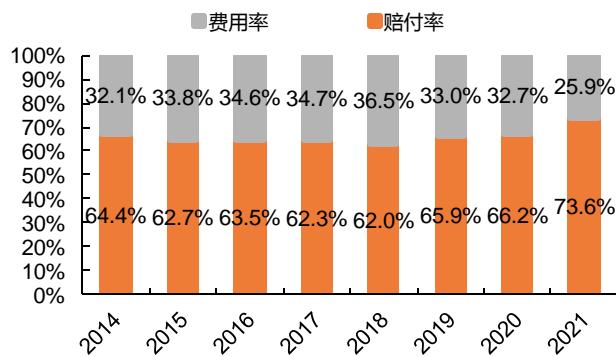
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 中国人保财险业务分险种承保利润



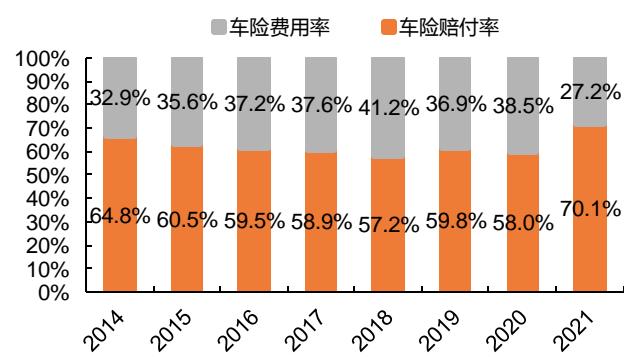
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 中国人保财险业务综合成本率拆分



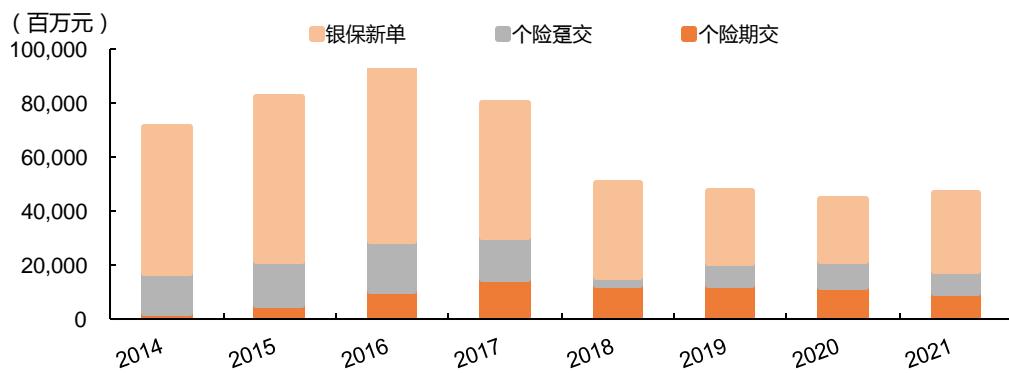
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 中国人保车险业务综合成本率拆分



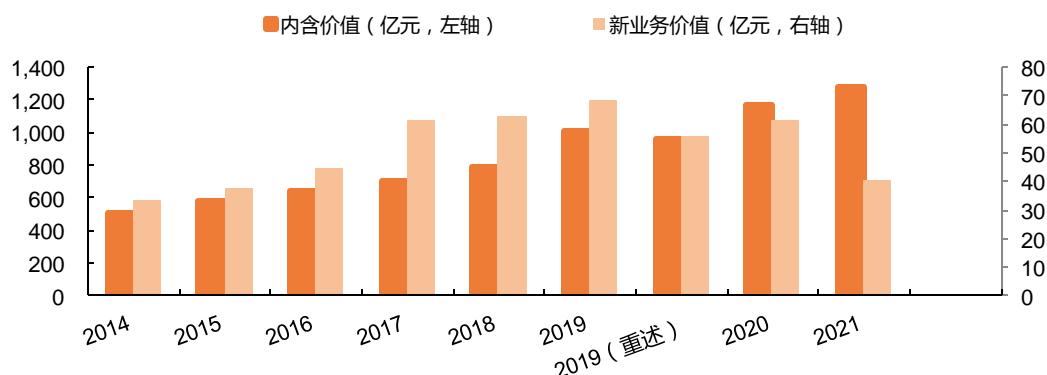
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 中国人保人身险业务主要渠道新单



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 中国人保人身险业务价值指标



资料来源: Wind, 平安证券研究所

利润表		单位：百万元				资产负债表		单位：百万元			
会计年度		2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		597,691	651,248	691,245	732,233	货币资金		22,398	28,646	30,262	32,622
保费收入		585,423	635,022	676,110	717,901	交易性金融资产		57,459	46,588	55,163	64,585
投资净收益		62,835	75,785	79,379	82,757	买入返售金融资产		11,490	478,150	546,769	616,794
其他业务收入		3,942	2,958	3,110	3,296	应收保费		41,720	207,916	236,477	258,405
营业支出		561,863	598,541	624,329	645,896	可供出售金融资产		502,102	50,024	47,435	42,701
赔款及保户利益		423,210	450,994	467,363	479,463	持有至到期投资		197,346	47,624	50,661	56,355
手续费及佣金支出		50,939	55,626	59,181	62,874	长期股权投资		135,570	152,178	166,045	182,607
管理费用		86,388	90,532	96,307	101,994	定期存款		94,341	109,227	117,720	129,214
其他支出		1,326	1,390	1,478	1,566	资产总计		1,376,402	1,515,243	1,669,553	1,835,975
营业利润		35,828	52,707	66,916	86,338	保户储金及投资款		44,855	50,323	53,790	59,689
营业外收支净额		65	-15	-23	-27	未到期责任准备金		170,602	197,955	211,946	232,354
利润总额		35,893	52,692	66,893	86,311	未决赔款准备金		179,153	198,565	216,111	237,888
减：所得税		5,291	7,156	9,127	11,766	寿险责任准备金		364,646	374,433	417,182	463,925
净利润		30,602	45,536	57,766	74,545	长期健康险责任准备金		55,555	51,915	61,175	67,742
归属母公司净利润		21,638	32,322	41,003	52,912	负债合计		1,079,697	1,180,520	1,299,087	1,425,939
关键指标增速						股本		44,224	44,224	44,224	44,224
营业收入		2%	9%	6%	6%	未分配利润		118,385	20,604	24,572	33,512
投资净收益		5%	21%	5%	4%	所有者权益合计		296,705	334,723	370,466	410,036
赔款及保户利益		11%	7%	4%	3%	负债和股东权益总计		1,376,402	1,515,243	1,669,553	1,835,975
手续费及佣金支出		-18%	9%	6%	6%						
管理费用		-17%	5%	6%	6%						
营业利润		14%	47%	27%	29%						
所得税		57%	35%	28%	29%						
归属母公司净利润		8%	49%	27%	29%						
关键指标在保费占比											
赔款及保户利益/已赚		72%	71%	69%	67%						
手续费及佣金支出		9%	9%	9%	9%						
管理费用		15%	14%	14%	14%						
主要财务比率											
价值指标(百万元)											
人身险新业务价值						会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
集团内含价值						2021A					
每股指标(元)						2022E					
每股收益						2023E					
每股新业务价值						2024E					
每股内含价值											
估值指标											
P/E											
P/EV											
主要指标增速											
归母净利润增速						9.10					
新业务价值增速						0.49					
集团内含价值增速						6.10					
						0.93					
						1.20					
						0.09					
						0.10					
						0.11					
						5.19					
						5.81					
						6.48					
						7.29					

资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033
--	---	--